东兴证券 DONGXING SECURITIES

中国出版（601949）：百年商务印书馆价值几何

——传媒系列报告之 13

2020 年 07 月 27 日

强烈推荐/维持

中国出版 | 公司报告

报告摘要：

品牌价值、资源优势、国家品质铸就中国出版稀缺性。中国出版旗下拥有人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、三联书店等一批文化品牌出版社。旗下出版社储备大量国内知名作者资源和品牌编辑资源，出品编辑的品牌图书彰显国家出版品质，具有常销不衰、市场影响较大特征。

市占率长期保持出版行业第一。公司出版图书品类丰富，涉及文学、语言、学术、音乐、传记、法律、工具书、政治、古籍、经济与管理、美术、科技、生活、少儿、教辅教材、动漫等多个细分领域。根据开卷数据显示，从 2002 年至 2019 年，公司在图书零售市场市占率连续 18 年稳居全国第一位。2019 年公司在图书零售市场份额增至约 7.75%，动销品种 9 万余种。其中，语言、社科、文艺分别以 37.7%、7.4%和 8.5%的占有率保持第一，少儿、教辅教材以 5.3%和 5.1%的份额名列第二。

政策支持中国出版打造为新型主流媒体集团。政策支持国内出版、发行集团以资本为纽带，跨地区、跨行业、跨所有制、跨国兼并重组，培育若干家国际知名世界一流的大型跨国出版传媒集团。在政策支持下，公司持续对外股权投资，投资募投项目及收购相关出版资产 2017-2019 年，公司对外股权投资金额分别为 1.77/4.10/2.76 亿元，投资的在线教育、新媒体运营、大数据等新业务领域项目不断增加，从而提高公司中长期盈利能力。

商务印书馆是中国出版体内的稀缺优质资产之一。商务印书馆成立于 1897 年，是中国历史最悠久的现代出版机构。商务印书馆为开启民智、昌明教育、普及知识、传播文化、扶助学术做出了重要的贡献。2016-2019 年商务印书馆收入及归母净利润保持稳定增长。与新经典、中信出版相比，商务印书馆毛利率高、净利润高。在出版工具书领域，商务印书馆具有垄断优势，其市场占率高达 70%，重点产品有《新华字典》《现代汉语词典》《牛津高阶英汉双语词典》等。权威机构评定商务印书馆品牌价值居全国出版社之首。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,331.41	6,314.65	6,542.33	7,626.42	8,670.36
增长率（%）	13.52%	18.44%	3.61%	16.57%	13.69%
归母净利润（百万元）	601	703	734	1,000	1,255
增长率（%）	13.35%	16.84%	4.38%	36.27%	25.56%
净资产收益率（%）	6.86%	5.13%	5.32%	5.11%	6.25%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.40	0.55	0.69
PE	16.88	14.45	13.84	10.16	8.09
PB	1.65	1.53	1.41	1.28	1.15

资料来源：公告，东兴证券研究所

公司简介：

公司以图书、报纸、期刊等出版物出版为主业，是集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业，下属人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、中国民主法制出版社等多家出版社被评为国家一级出版社，进入“中国百佳出版社”行列。公司以成为“国际著名出版集团”为战略目标，作为出版“国家队”，积极实施国际化战略。公司通过开展战略合作、打造明星产品、策划国际活动、组织海外报道等塑造“走出去”的中国品牌形象。

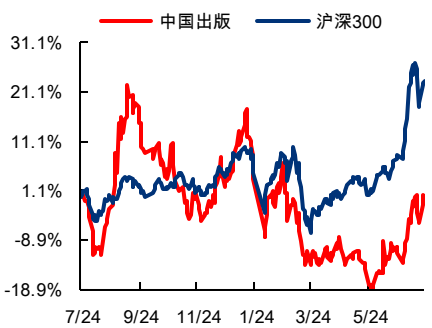
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	6-6.13
总市值（亿元）	109.35
流通市值（亿元）	24.06
总股本/流通 A 股(万股)	182250/40101
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.48

52 周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师：石伟晶

010-66554067 shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518080001

研究助理：辛迪

010-66554013 xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070074

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

盈利预测及估值：2020-2022 年中国出版归母净利润分别为 7.34 亿元、10.00 亿元、12.55 亿元，同比增长 4.4%、36.2%、25.7%，对应 PE 估值为 14X、10X、8X。可以看到，从行业格局、盈利规模、成长潜力看，目前中国出版估值显著低估。参考新经典与中信出版 2020 年 PE 估值，给予中国出版 30X PE，对应市值 213 亿元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：政府补助与税收优惠政策变化导致业绩下滑；数字出版对纸质图书出版冲击；市场竞争加剧导致出版主营收入下滑。

目 录

1. 出版国家队，全产业链布局 5
1.1 营收韧性较强，费用管控良好 5
1.2 出版物出版为主业 7
1.3 一般图书出版单品种效率不断提升 8
1.4 一般图书发行收入比重上升 10
1.5 物资供应业务和印刷业务维持稳健经营 11
2. 品牌价值、资源优势、国家品质铸就稀缺性 12
3. 市占率长期保持出版行业第一 18
3.1 存量竞争下头部出版社优势显著 18
3.2 多重优势助力中国出版脱颖而出 21
3.3 享受出版行业结构性增长红利 23
4. 政策支持打造新型主流媒体集团 27
5. 盈利预测及估值 30
5.1 盈利预测 30
5.2 估值 31
6. 风险提示 32
相关报告汇总 34

表格目录

表 1：2016-2019 年公司收入构成 7
表 2：2019 年公司各分部财务信息（亿元） 7
表 3：2019 年公司主要控股参股子公司经营数据（亿元） 8
表 4：2017-2018 年公司出版业务主要成本费用分析（万元） 9
表 5：公司具有深厚出版资源优势 12
表 6：公司旗下品牌图书产品 13
表 7：商务印书馆代表出版物 14
表 8：人民文学出版社代表出版物 15
表 9：中华书局代表出版物 15
表 10：2014-2019 年传统出版市场规模及代表性出版上市公司出版业务收入（亿元） 19
表 11：2016 年公司旗下图书品类码洋占有率 20
表 12：2018-2019 年各大出版上市公司出版业务收入构成（亿元） 21
表 13：2016-2019 年中国出版及中信出版图书出版业务销售情况 22
表 14：《语文》教科书 2017 年之前多个版本在全国各省使用 25
表 15：2018 年小学生和初中生纸质书畅销榜 TOP10 26
表 16：《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》中出版行业相关的建设工程 27
表 17：2016 年以来国家新闻出版广电总局发布关于出版行业的政策汇总 28
表 18：国内图书版权输出数量和公司版权输出数量 28

表 19：2017 年-2019 年公司在线业务相关股权投资项目 29
表 20：2017-2022E 公司主营业务收入预测 30
表 21：2017-2022E 公司营收及净利润预测 31

插图目录

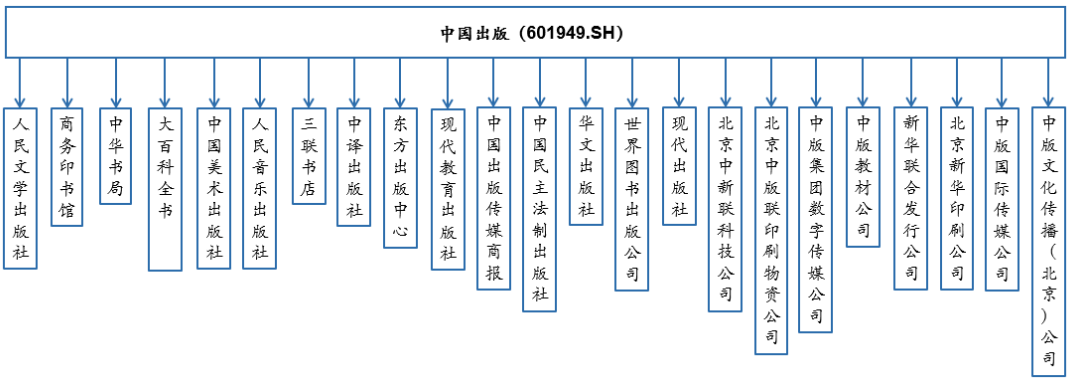
图 1：旗下子公司 5
图 2：2015-2020 年 Q1 公司营业收入及增速 5
图 3：2015 年-2020 年 Q1 公司三费费率 6
图 4：2015-2019 年公司归母净利润及增速（亿元） 6
图 5：2016-2019 年出版业务收入构成（亿元） 8
图 6：2016-2019 年出版业务细分品类毛利率 8
图 7：2017-2019 年公司出版图书种类及重印率 9
图 8：2017-2019 年公司销售量 10 万册以上的图书种类 9
图 9：2016-2019 年发行业务收入构成（亿元） 10
图 10：2016-2019 年发行业务毛利率 10
图 11：2016-2019 年物资供应业务收入（亿元）及毛利率 11
图 12：2016-2019 年印刷业务收入（亿元）及毛利率 11
图 13：公司旗下 7 家出版社被评为国家一级出版社 12
图 14：中国图书零售市场规模（亿元） 18
图 15：2015-2019 年当当网畅销榜图书上班出版社数量 19
图 16：2016-2019 年出版业务细分品类毛利率 19
图 17：2016-2019 年中国出版一般图书业务销售码洋及营业收入（亿元）及营收增速 21
图 18：2016-2019 年新经典一般图书业务销售码洋及营业收入（亿元）及营收增速 21
图 19：2016-2019 年中国出版及新经典一般图书业务折扣率 22
图 20：2016-2018 年中国出版及新经典一般图书业务毛利率 22
图 21： 2009-2019 年国民综合阅读率 23
图 22：2009-2019 年国民人均纸质图书阅读情况 23
图 23：公司旗下畅销书 25
图 24：2017-2019 年人民文学出版社收入及归母净利润（亿元） 26
图 25：公司对外股权投资方式 29
图 26：2016-2019 年商务印书馆收入及归母净利润（亿元） 31
图 27：商务印书馆与新经典/中信出版收入及毛利率对比 31
图 28： 2019 年 10 月-2020 年 7 月中国出版与新经典/中信出版动态市盈率比较（PE_TTM） 32

1. 出版国家队，全产业链布局

1.1 营收韧性较强，费用管控良好

中国出版兼顾社会效益与经济效益。经中宣部、财政部、新闻出版总署批准，中国出版集团与中国联通、文化产业基金、学习出版社共同发起，设立中国出版传媒股份有限公司；2011 年 12 月，中国出版传媒股份有限公司成立并取得《企业法人营业执照》，资产主要为出版集团注入的人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、三联书店等 22 家二级单位及下属子公司资产；2017 年 7 月，经证监会核准，中国出版传媒股份有限公司在上海证券交易所正式挂牌上市，证券简称“中国出版”，证券代码“601949”。

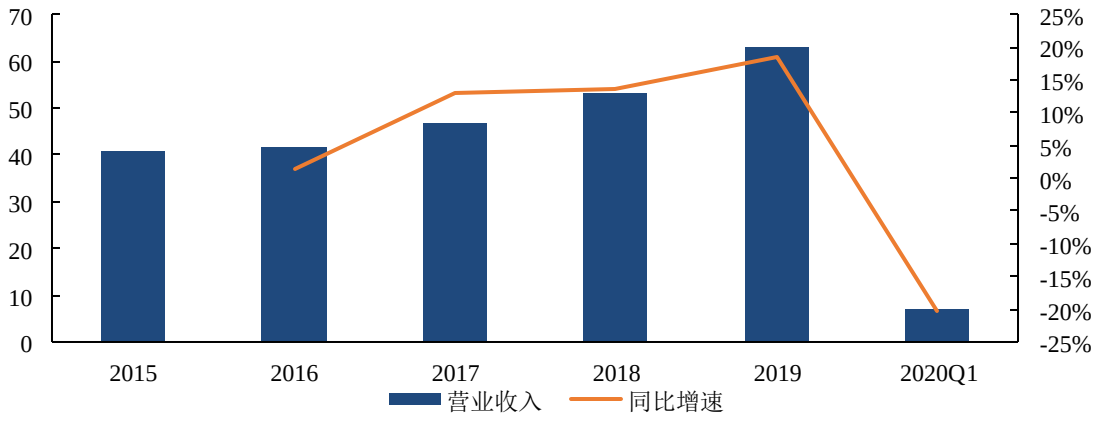
图 1：旗下子公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

Q1 受新冠疫情影响，全年营收仍具韧性。2019 年，公司实现主营收入 63.15 亿元，同比增长 18.46%。2020 年 Q1，公司营收为 6.98 亿元，受新冠疫情影响同比下滑 20.34%，但从以往年份来看，公司 Q1 营收占全年比例较低，加之公司在大众出版领域壁垒深厚，预计公司全年营收仍将保持增长。

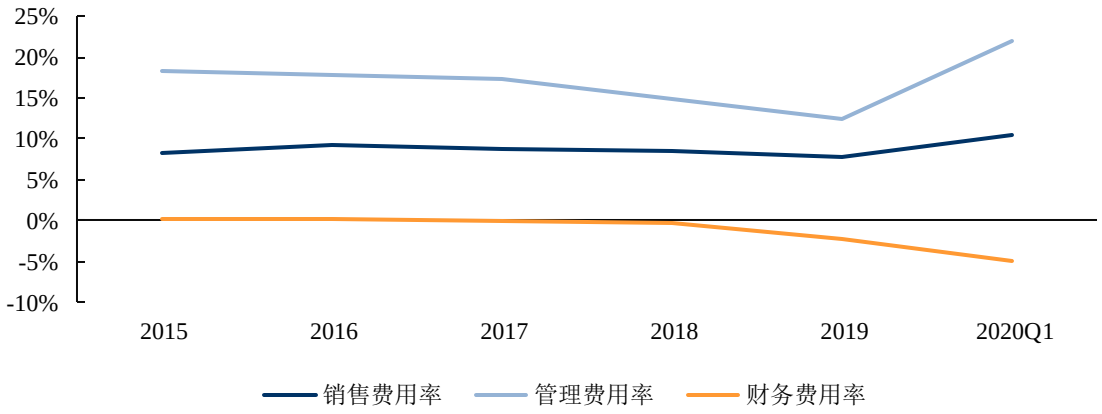
图 2：2015-2020 年 Q1 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

费率管控良好。2019 年，公司销售费率 7.89%，与过去三年相比，较为稳定；公司管理费率 12.56%，呈现稳定下降趋势；公司财务费率-2.16%，公司账上现金充足，财务费率较低。2020 年 Q1，公司受新冠疫情影响，公司营收同比下降 20.34%，导致三费费率变动较大，预计 2020 年 Q2 起将逐步恢复稳定。

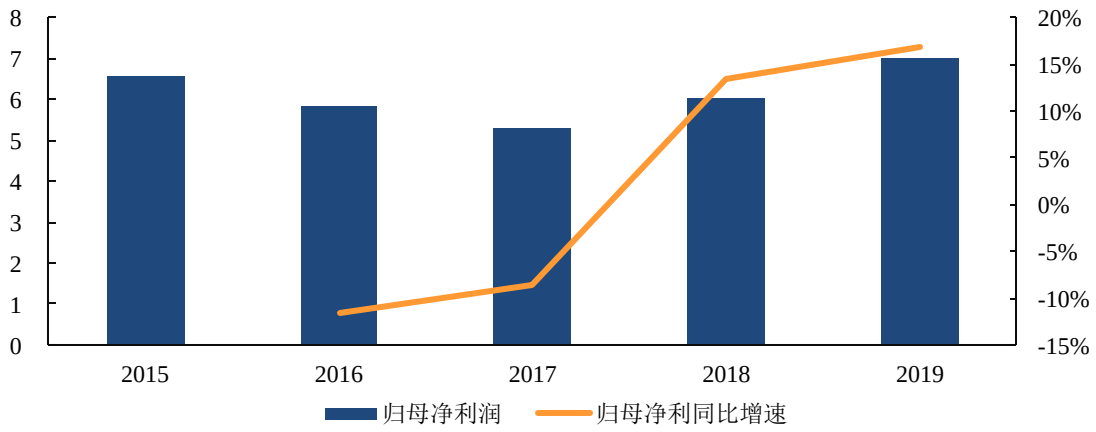
图 3：2015 年-2020 年 Q1 公司三费费率



资料来源：公告，东兴证券研究所

主营业绩稳健增长。2015-2017 年公司业绩略有波动主要受政府补助项目波动影响。2019 年，公司实现归母净利润 7.03 亿元，同比增长 16.84%，增速较 2018 年上升 3.49pcts。2020 年公司业绩虽受新冠疫情影响，但中长期看，公司业绩仍将在出版主营驱动下持续稳健增长。

图 4：2015-2019 年公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 出版物出版为主业

公司业务以图书、报纸、期刊等出版物出版为主，发行、物资供应、印刷等业务为辅。

- 出版业务：主要包括图书出版、报刊出版、电子音像出版及相关的版权业务；
- 发行业务：主要是教材发行业务，通过下属子公司中版教材有限公司开展；
- 物资供应业务：向本公司子公司及向外部客户销售纸张等产品，通过下属子公司北京中版联印刷物资有限公司开展；
- 印刷业务：出版物及其他印刷品的印刷与装订，通过下属子公司新华印刷开展。

表1：2016-2019 年公司收入构成（亿元）

	2016	2017	2018	2019
出版业务	**28.59**	**33.17**	**37.34**	**40.48**
一般图书	22.26	24.5	27.97	30.68
教材教辅	4.38	6.14	6.73	7.24
报刊	1.65	2.10	2.24	2.15
电子音像	0.30	0.43	0.40	0.42
物资供应业务	3.69	4.79	6.41	9.09
发行业务	4.75	4.28	4.34	7.30
印刷业务	2.41	1.99	2.06	2.03
其他主营业务	0.51	0.83	1.13	2.48
其他业务	1.36	1.90	2.03	1.76

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

出版分部是公司核心资产。公司经营业务分为出版、发行、物资、印刷、其他 5 个分部。其中出版分部是公司的主要收入和利润来源。2019 年，出版分部收入 40.57 亿元，净利润 6.15 亿元。

表2：2019 年公司各分部财务信息（亿元）

	出版分部	发行分部	物资分部	印刷分部	其他	分部间抵销	合计
营业收入	40.57	7.30	14.48	2.27	5.14	6.61	63.15
营业成本	24.36	5.20	14.23	1.97	3.23	6.35	42.64
利润总额	6.31	1.18	0.18	-0.04	0.48	0.18	7.92
所得税费用	0.16	0.29	0.03	0.00	0.03		0.51
净利润	6.15	0.89	0.15	-0.03	0.45	0.18	7.42
资产总额	109.18	10.36	3.59	4.77	15.59	11.99	131.50
负债总额	55.77	4.45	3.07	0.78	2.40	11.63	54.83

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

旗下出版社经营相对独立。公司旗下出版社数量较多，人民文学出版社、商务印书馆、中华书局、中国大百科全书出版社、中国美术出版总社、人民音乐出版社、三联书店、中版教材等 8 家子公司是上市公司主要收入和利润来源，2019 年，8 家子公司营收合计 41.06 亿元，占公司总营收比重 65%。

表3：2019 年公司主要控股、参股子公司经营数据（亿元）

公司名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	归母净利润	净利润
人民文学出版社	图书出版发行	10.15	4.25	8.34	1.64	1.66
商务印书馆	图书出版发行	31.30	21.45	10.90	2.90	2.96
中华书局	图书出版发行	12.34	4.12	3.60	0.46	0.46
大百科	图书出版	9.74	3.28	5.44	0.24	0.28
美术总社	图书出版	4.87	1.53	2.65	0.29	0.29
人民音乐出版社	图书出版	8.83	5.92	3.02	1.01	1.01
三联书店	图书出版发行	5.61	3.07	2.73	-0.36	-0.36
中版教材	图书批发教材推广	7.43	5.07	4.38	0.70	0.76
合计		90.29	48.69	41.06	7.05	6.88

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

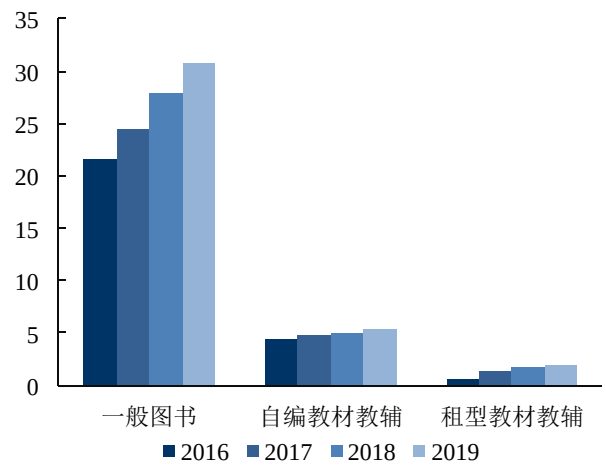
1.3 一般图书出版单品种效率不断提升

出版业务主要收入来自一般图书，与主要依靠教材教辅的地方出版集团具有较大差异。公司出版品种涵盖工具书、文学、语言、学术、政治、古籍、法律、经济与管理、音乐、美术、科技、生活、少儿、传记、动漫等多个细分领域，涵盖庞大的作者资源。旗下八家出版社涉及教材教辅出版业务，其中教材以主要出版中小学、高中音乐教材、美术教材为主。教辅包括中小学教辅材料、作文、课外阅读等品类。

2019 年，公司出版业务收入 37.92 亿元，其中一般图书收入 30.68 亿元，自编教材教辅业务收入 5.32 亿元，租型教材教辅业务收入 1.92 亿元。

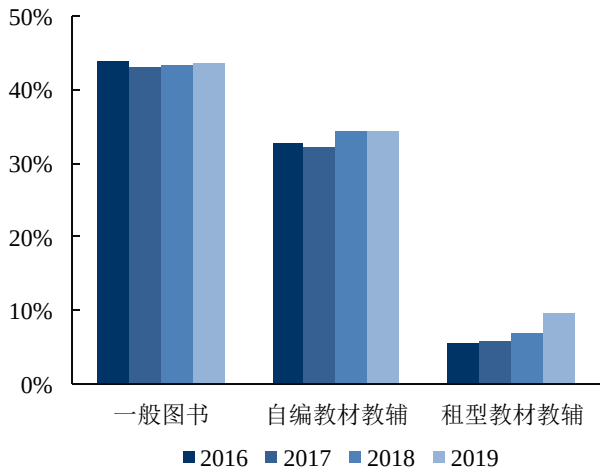
2019 年，公司一般图书出版业务毛利率为 43.74%，自编和租型教材教辅业务毛利率分别为 34.50%和 9.51%，租型教材教辅毛利率较低，但三项细分业务毛利率较上一年度均有所提升。

图 5：2016-2019 年出版业务收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：2016-2019 年出版业务细分品类毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

出版业务成本管控良好。公司一般图书出版业务的成本费用主要是版权费、稿费、校订和印刷成本；教材教辅出版业务的主要成本为印刷成本。2019 年，公司出版业务的印刷成本有所下降。

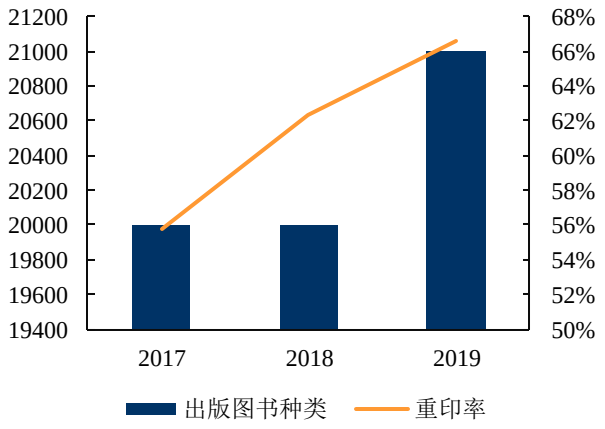
表4：2017-2018 年公司出版业务主要成本费用分析（万元）

	一般图书出版				教材教辅出版			
	2017 年	2018 年	2019 年	增长率（%）	2017 年	2018 年	2019 年	增长率（%）
版权费、稿费、校订	36765	41880	50143	19.73	1356	1125	1882	67.20
印刷成本	44307	47026	46955	-0.15	24761	26354	25160	-4.53
物流成本	6337	8593	9329	8.56	122	115	141	22.17
推广促销活动费用	2361	4083	4671	14.39	470	765	972	27.06
教材教辅租型费用					285	121		
合计	89770	101583	111097	9.37	26995	28481	28360	-4.02

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

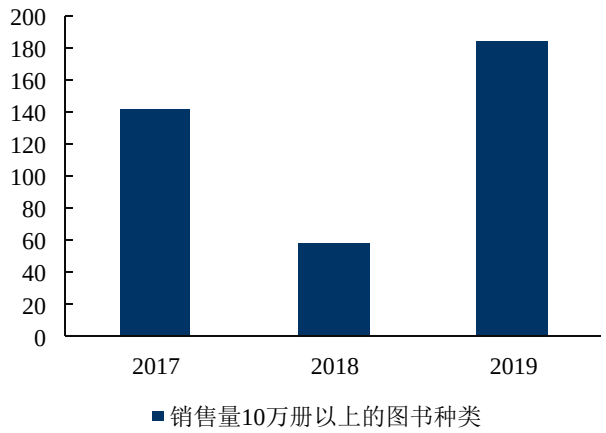
大众出版和专业出版单品种效益稳步提升。2019 年，公司出版图书 21000 余种，重印率约为 66.61%，印数万册以上的图书占比 34%，销售量 10 万册以上的图书 185 种，单品种效率稳步提升。

图 7：2017-2019 年公司出版图书种类及重印率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：2017-2019 年公司销售量 10 万册以上的图书种类



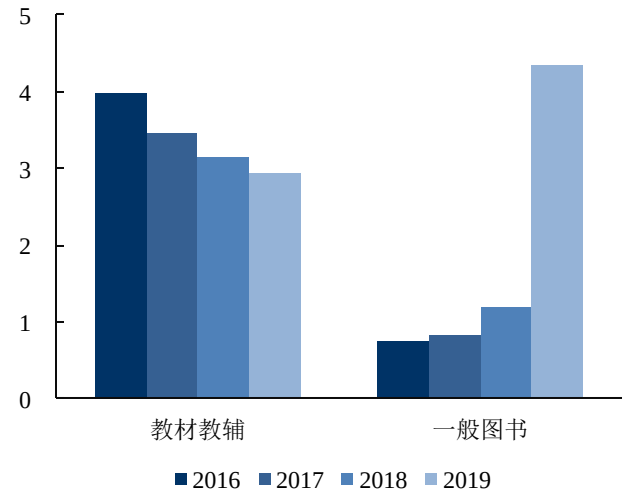
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.4 一般图书发行收入比重上升

公司一般图书发行收入比重上升。2019 年，公司图书发行业务营收 7.30 亿元，占比公司营收 11.56%。2019 年公司发行教材教辅 5380.75 万册，销售码洋 4.70 亿元，收入 2.95 亿元，发行一般图书 5069.87 万册，销售码洋 14.7 亿元，收入 4.35 亿元，一般图书发行收入的上涨主要系中国大百科全书出版社新增馆配业务所致。

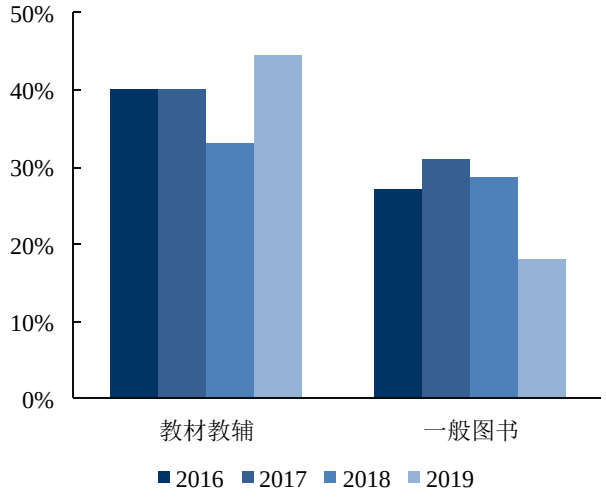
- 公司教材教辅发行业务主要由子公司中版教材有限公司开展，主要发行高中、初中、小学教材，涉及历史、地理、思想品德、书法等，主要客户为各省的新华书店。2019 年，中版教材发行教材教辅营业收入 2.95 亿元，同比减少 6.03%；
- 一般图书发行业务主要由人民文学出版社、商务印书馆、三联书店三家公司的下属子公司和中版教材开展。2019 年，公司一般图书的发行收入为 4.35 亿元，增长 256.76%。

图 9：2016-2019 年发行业务收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 10：2016-2019 年发行业务毛利率



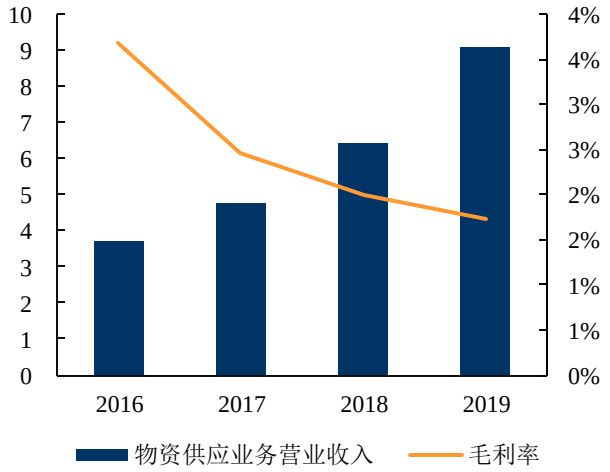
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.5 物资供应业务和印刷业务维持稳健经营

公司物资供应业务（主要为向本公司子公司及向外部客户销售纸张等产品）、印刷业务的主要功能为支持公司出版业务，毛利率较低，对公司业绩贡献较少。

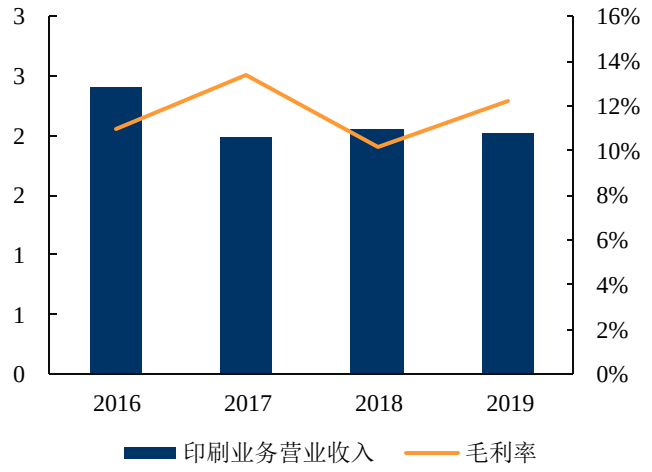
2019 年，公司物资供应业务收入 9.09 亿元，维持稳健增长；公司印刷业务收入 2.03 亿元，在规模维持稳定的同时，毛利率略有提升。

图 11：2016-2019 年物资供应业务收入（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 12：2016-2019 年印刷业务收入（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 品牌价值、资源优势、国家品质铸就稀缺性

公司旗下出版社历史悠久、知名度高和行业地位高，具有文化品牌价值。公司下属 7 家出版社被评为国家一级出版社，进入“中国百佳出版社”行列，包括：人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、生活•读书•新知三联书店、中国民主法制出版社等。

图 13：公司旗下 7 家出版社被评为国家一级出版社

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司具有深厚出版资源优势。主要体现在公司拥有一大批海内外以现当代文化名家为代表的品牌作者资源和一大批学养深厚、专业敬业的品牌编辑资源。

表5：公司具有深厚出版资源优势

	典型出版资源
品牌作者资源	鲁迅、郭沫若、茅盾、巴金、老舍、曹禺、钱锺书、杨绛、金庸、陈忠实、厉以宁、吴敬琏、莫言、铁凝、贾平凹、蔡志忠、阎崇年、严歌苓、曹文轩、毕飞宇、王树增、徐则臣，以及 J·K 罗琳、丹·布朗、萨缪尔森、勒克莱齐奥、傅高义、东野圭吾、林西莉、威廉·恩道尔等
品牌编辑资源	张元济、陆费逵、王云五、周建人、叶圣陶、邹韬奋、胡愈之、郑振铎、王任叔、冯雪峰、陈虞孙、楼适夷、徐伯昕、钱君匋、赵家璧、杨伯峻、黄洛峰、周振甫、姜椿芳、吴泽炎、金灿然、梅益、陈翰伯、潘奇、严文井、王璟、秦兆阳、王子野、赵沨、韦君宜、王益、曹辛之、陈原、汤季宏、沈鹏等

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

品牌图书彰显国家出版品质。公司旗下品牌产品具有常销不衰、市场影响较大特征，主要集中在马克思主义和哲学社会科学类、主题出版、文化教育和语言类、文学类等细分市场。这些品牌出版物能够代表中国出版业具备的水准与格局。

表6：公司旗下品牌图书产品

优势品类	出版单位	品牌产品
马克思主义和哲学社会科学类	人民文学出版社	《中国文学史》、《欧洲文学史》
	中华书局	《孙中山全集》（全 13 册）、《中国法律与中国社会》、《新编诸子集成》（41 种）、《中国佛教典籍选刊》（18 种）、《道教典籍选刊》（15 种）、《朱子语类》（8 卷）、《中华大藏经（汉文部分）》
	商务印书馆	《国际文化版图研究文库》（15 种）、《中华现代学术名著丛书》（200 种）、《东西方文化及其哲学》、《中国史学史》、《江村经济》、《通货新论》、《中国俗文学史》
	三联书店	《百年佛缘》（9 卷）、《现代西方学术文库》（57 种）、《文化生活译丛》（110 种）、《三联经典文库》（200 种）、《三联•哈佛燕京学术丛书》（100 种）
主题出版	人民文学出版社	《毛泽东论文学和艺术》、《毛泽东最后七年风雨路》、《邓小平论文艺》、《长征》《解放战争》《朝鲜战争》（王树增战争系列）、《1911》、《武昌城》、《天行者》、《国运——南方记事》
	中华书局	《走向辉煌》、《中国美德读本》
	商务印书馆	《中国道路丛书》、《丝瓷之路博览丛书》
	三联书店	《毛泽东的读书生活》、《邓小平时代》、《深入学习习近平同志关于宣传思想工作重要论述》、《当代中国经济改革二十讲》、《西藏今昔》
文化教育和语言类	人民文学出版社	《语文新课标必读丛书》（67 种）
	中华书局	《于丹<论语>心得》、《古代汉语》、《汉语史稿》、《说文解字》、《康熙字典》、《王力古汉语字典》、《汉语方言大辞典》
	商务印书馆	《汉语图解词典》（45 种）、《商务馆小学生辞书系列》（11 种）、《精选外汉汉外词典》（20 种）、《中国语言地图集》第 2 版（汉语方言卷，少数民族语言卷）、《马氏文通》、《故训汇纂》、《成语大词典》、《新华字典》、《古汉语常用字典》、《辞源》、《现代汉语词典》、《现代汉语学习词典》、《古代汉语词典》、《四角号码新词典》、《牛津高阶英汉双解词典》（第 8 版）、《英华大词典》、《新汉日词典》
文学类	人民文学出版社	《中国古代小说名著插图典藏系列》（11 种）、《中国古典文学理论批评专著选辑》（60 种）、《中国古典文学读本丛书》（56 种）、“中国小说史料”丛书、“21 世纪年度最佳小说”（98 种）、《朝内 166 人文文库》、《蓝星诗库》（22 种）、《茅盾文学奖获奖作品全集》（33 种）、《鲁迅全集》（18 卷）、《巴金全集》（30 卷）、《老舍全集》（19 卷）、《中华散文插图珍藏版》（34 种）、《名著名译插图本》（80 种）、《十九世纪文艺主流》（6 册）、《外国文艺理论丛书》（14 种）、《哈利•波特》系列（7 种）
	中华书局	《中国古典文学基本丛书》（86 种）、《庄学本全集》（2 册）、《全上古三代秦汉三国六朝文》、《先秦汉魏晋南北朝诗》、《全唐诗》、《全宋词》、《全元散曲》、《诗词格律》、《诗文声律论稿》、《利玛窦中国札记》、《马可波罗行纪》
	三联书店	《美国自然文学经典译丛》（4 种）、《我们仨》

资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

（1）商务印书馆

商务印书馆 1897 年创办，国家级出版机构，是中国第一家现代出版企业，也是中国唯一跨越三个世纪的出版社，一百余年以来已商务出版图书 50000 余种。

经营特色：翻译出版外国社会科学著作和编纂出版语文工具书，适当出版高等校、中等专业学校教学用书和外国社会科学普及读物，出版地图出版物。

表7：商务印书馆代表出版物

图书品类	代表出版物
马克思主义和哲学社会科学类	《国际文化版图研究文库》（15 种）《中华现代学术名著丛书》（200 种）《东西方文化及其哲学》《中国史学史》《江村经济》《通货新论》《中国俗文学史》
主题出版	《中国道路丛书》《丝瓷之路博览丛书》
文化教育和语言类	《汉语图解词典》（45 种）《商务馆小学生辞书系列》（11 种）《精选外汉汉外词典》（20 种）《中国语言地图集》第 2 版、《马氏文通》《故训汇纂》《成语大词典》《新华字典》《古汉语常用字典》《辞源》《现代汉语词典》《现代汉语学习词典》《古代汉语词典》《四角号码新词典》《牛津高阶英汉双解词典》（第 8 版）、《英华大词典》《新汉日词典》
综合类	《汉译世界学术名著丛书》（500 种）
报纸、期刊、音像制品	《东方杂志》《英语世界》《汉语世界》

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

（2）人民文学出版社

人民文学出版社成立于 1951 年 3 月，是新中国成立最早、历史最长、规模最大的文学专业出版机构。2010 年，人民文学出版社正式转制为企业，更名为人民文学出版社有限公司。2011 年 12 月，成为中国出版传媒股份有限公司的下属公司。

人民文学出版社旗下有当代文学编辑室、现代文学编辑室、古典文学编辑室、外国文学编辑室、青年文学编辑室、文化编辑室、教材出版中心等 7 个图书编辑室；《新文学史料》《中华文学选刊》《学语文之友》和《帅作文》等 4 个报刊编辑部；以及《当代》杂志社和出版少儿读物的天天出版社。形成了以“名家、名作、名译、名注、名刊、名编”为核心竞争力的文学图书品牌。

经营特色：1）出版优秀的中国当代文学作品；2）整理出版“五四”以来新文学中有代表性的作品，中国古典文学作品；3）有系统地翻译出版外国古典文学名著和现代外国优秀文学作品；4）出版中外古今与文学有关的学术研究著作、资料、工具书及教材出版。

人民文学出版社自成立以来，编辑出版一系列文学大师的全集、文集，为国家文化建设做出了重大贡献。

表8：人民文学出版社代表出版物

图书品类	代表出版物
马克思主义和哲学社会科学类	《中国文学史》《欧洲文学史》
主题出版	《毛泽东论文学和艺术》《毛泽东最后七年风雨路》《邓小平论文艺》《长征》《解放战争》《朝鲜战争》（王树增战争系列）《1911》《武昌城》《天行者》《国运——南方记事》
文化教育和语言类	《语文新课标必读丛书》（67 种）
文学类	《中国古代小说名著插图典藏系列》《中国古典文学理论批评专著选辑》《中国古典文学读本丛书》《朝内 166 人文文库》《蓝星诗库》《茅盾文学奖获奖作品全集》《鲁迅全集》《巴金全集》《老舍全集》《中华散文插图珍藏版》《名著名译插图本》《十九世纪文艺主流》《外国文艺理论丛书》《哈利•波特》系列《红楼梦》《三国演义》《水浒传》《西游记》《封神演义》《三言二拍》《三侠五义》《家》《春》《秋》（巴金激流三部曲）《随想录》《围城》《洗澡》《洗澡之后》《子夜》《骆驼祥子》《四世同堂》《雷雨》《女神》《太阳照在桑乾河上》《保卫延安》《新儿女英雄传》《林海雪原》《铁道游击队》《高玉宝》《小城春秋》《三家巷苦斗》《野火春风斗古城》《敌后武工队》《青春之歌》《苦菜花》《上海的早晨》《艳阳天》《三里湾》《吕梁英雄传》《平原枪声》《古船》《活动变人形》《藏獒》《历史的天空》《白鹿原》《芙蓉镇》《钟鼓楼》《天行者》《暗算》《推拿》《尘埃落定》
报纸、期刊、音像制品	《当代》《新文学史料》

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

（3）中华书局

中华书局 1912 年由陆费逵先生创办，奉行“开启民智”的宗旨，编辑出版新式教科书与文化读物，迅速成长为一家大型综合性出版社，是中国现代出版业的代表。新中国成立后，成为整理出版中国古代和近代文学、历史、哲学、语言文字图书等的专业出版社并承担国家级古籍整理项目的编辑出版任务。其整理、编辑出版的点校本“二十四史”及《清史稿》被公认为新中国最伟大的古籍整理出版工程。

经营特色：整理出版中国古代和近代文学、历史、哲学典籍，各种资料汇编以及各种方志、年表、历表、索引、大事记等，影印某些珍本或重要古籍。

表9：中华书局代表出版物

图书品类	代表出版物
马克思主义和哲学社会科学类	《孙中山全集》（全 13 册）《中国法律与中国社会》《新编诸子集成》（41 种）《中国佛教典籍选刊》（18 种）《道教典籍选刊》（15 种）《朱子语类》《中华大藏经（汉文部分）》《唐长孺文集》《顾颉刚全集》《通典》《通志》《文献通考》《唐代长安与西域文明》《宋元学案》《清史讲义》《中国近代史》《中国回回民族史》《西方美学史》
主题出版	《走向辉煌》《中国美德读本》
文化教育和语言类	《古代汉语》《汉语史稿》《说文解字》《康熙字典》《王力古汉语字典》《汉语方言大辞典》
文学类	《中国古典文学基本丛书》（86 种）《庄学本全集》《全上古三代秦汉三国六朝文》《先秦汉魏晋南北朝诗》《全唐诗》《全宋词》《全元散曲》《诗词格律》《诗文声律论稿》《利玛窦中国札记》《马可波罗行纪》
艺术类	《中国木版年画集成》

历史地理类	《点校本“二十四史”及<清史稿>》《历代史料笔记丛刊》《中华民国史》《资治通鉴》《甲骨文合集》《殷周金文集成》《大唐西域记校注》《琴曲集成》《读史方舆纪要》《万历十五年》《正说清朝十二帝》
综合类	《中国古籍总目》《三松堂全集》《中国古典名著译注丛书》《中华经典藏书》《永乐大典》

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

（4）大百科

中国大百科全书出版社 1978 年 11 月成立，国家级大型出版社，历经 15 年完成《中国大百科全书》（第一版）的出版工作，结束了我国没有百科全书的历史，在百科全书领域市场占有率居于全国第一，在儿童百科和学生工具书领域位居前列。

经营特色：确立了中国大百科全书和不列颠百科全书、学习型工具书、中国儿童百科、DK 系列、知识精品读物等五条重点产品线，以及学术著作、科技地理、数字产品等三条特色产品线。

代表出版物：《中国大百科全书》、《不列颠百科全书》（国际中文版）、《中国儿童百科全书》、《DK 儿童百科全书》、《学生规范字典》、《小学生必背古诗词》、《中国历史地图绘本》、《DK 家庭医生》、《阿米巴经营》、《中国大百科全书数据库》（局域网版）。

（5）美术总社

美术总社由人民美术出版社、连环画出版社等单位于 1998 年 5 月 15 日重组成立，旗下人民美术出版社成立于 1951 年，是新中国成立后第一家国家设立的美术出版机构。连环画出版社 1985 年 3 月成立，是我国唯一的连环画专业出版社。

经营特色：图书出版涉及艺术画册、美术论著、美术技法、收藏鉴赏、生活美术、美术教材、美术期刊、宣传画、年画、连环画册、少儿文学、动漫卡通、电子出版物等多个领域。

代表出版物：《连环画报》、《漫画大王》、《中国美术馆》、《中国艺术》、《艺术沙龙》、《中国美术》、《中国美术全集》、《中国美术百科全书》、《中国碑刻全集》、《中国岩画全集》、《地球的红飘带》、《漫画中国历史》（48 卷）、《百种红色经典连环画》。

（6）人民音乐

人民音乐出版社前身为万叶书店，由钱君匋先生于 1938 年 7 月 1 日创建，是我国历史上第一家音乐专业出版机构。致力于弘扬和传播中国优秀音乐文化和世界音乐文化。

经营特色：出版中外音乐书籍、乐谱、教材、工具书和教辅书为主，兼营电子音像制品，出版范围涵盖古今中外的音乐文化成果，涉及音乐创作、音乐表演、音乐理论、音乐教育各个领域，出版产品包括音乐学术图书、专业乐谱、中小学音乐教材、音乐类期刊、电子音像出版物等种类。

代表出版物：《中国音乐辞典》、《音乐百科词典》、《音乐理论基础》、《先秦音乐史》、《中国古代音乐史稿》、《中国音乐美学史》、《中国戏剧史图鉴》、《中国交响音乐博览》、《东方红》、《复兴之路》、《放歌三十年》、《赞歌献给党》。

（7）三联书店

前身是生活书店、读书出版社和新知书店，分别由邹韬奋、李公朴、钱俊瑞等人于 20 世纪 30 年代创办，后合并成立三联书店。目前是中国思想学术文化出版重镇和品牌影响力最大的出版社之一。

经营特色：以具有中等以上文化水平的知识分子为主要对象（包括海外华人），出版人文科学著译的书籍为主，兼及经济、文史和性质相近的实用书、工具书,包括用文学艺术形式表现文化、学术理念的图书，是一个综合性出版社。

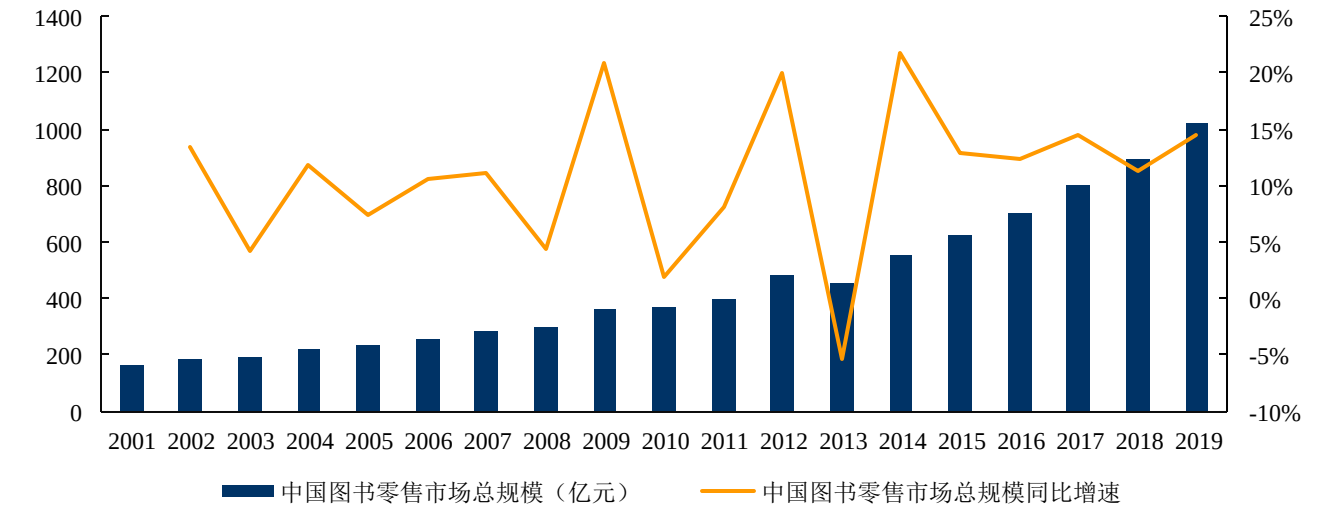
代表出版物：《读书》、《三联生活周刊》、《爱乐》、《新知》、《陈寅恪集》、《钱钟书集》、《三联•哈佛燕京学术丛书》、《傅雷家书》、《随想录》、《现代西方学术文库》、《学术前沿》、《金庸作品集》、《邓小平时代》、《中国经济改革二十讲》。

3. 市占率长期保持出版行业第一

3.1 存量竞争下头部出版社优势显著

图书零售市场增速维持稳健。据开卷信息统计，2019 年中国图书零售市场总规模为 1022 亿元，同比增速 14.4%，其中网店渠道销售码洋 715 亿元，实体书店渠道销售码洋 308 亿元，行业近 6 年增长较为稳定。

图 14：中国图书零售市场规模（亿元）

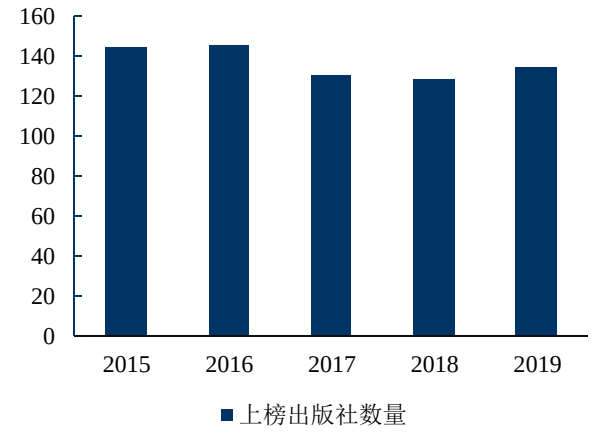


资料来源：开卷，东兴证券研究所

出版领域进入门槛较高，全国出版社数量较为稳定。1978 年之前，我国出版业是单一的国有体制，出版、印刷、发行均是全民所有制单位，目前传统出版产业链中发行与印刷环节基本均对民营资本和外资开放，出版编辑环节仍有较高准入门槛，民营资本参与出版环节需与国有出版社合作，外资禁止进入出版编辑领域，近几年我国出版社数量稳定在 580 家。

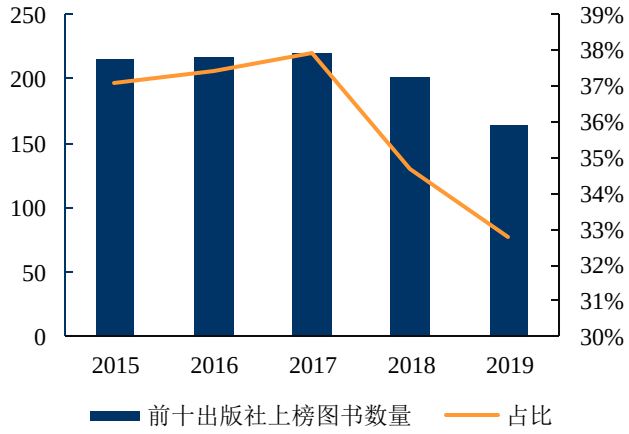
出版社存量竞争，头部出版社优势显著。当当网以销售额为依据，统计了年度前 500 名畅销图书。2015-2018 年，旗下图书进入榜单的出版社数量相对稳定，维持在 130-150 之间，2019 年进入畅销榜的图书来自 135 家出版社。但同时，头部出版社的上榜图书数量占比总榜的比例较高，按上榜数量来计算，2019 年旗下图书进入畅销榜的出版社共有上榜图书为 164 本，占总榜（500 本）的 32.8%。

图 15：2015-2019 年当当网畅销榜图书上班出版社数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 16：2016-2019 年出版业务细分品类毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

中国出版市占率连续 18 年稳居行业第一。根据开卷数据显示，从 2002 年至 2019 年，公司在图书零售市场市占率连续 18 年稳居全国第一位。2019 年公司在图书零售市场份额增至约 7.75%，动销品种 9 万余种。其中，语言、社科、文艺分别以 37.7%、7.4%和 8.5%的占有率保持第一，少儿、教辅教材以 5.3%和 5.1%的份额名列第二。

表10：2014-2019 年传统出版市场规模及代表性出版上市公司出版业务收入（亿元）

	出版业务收入					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
传统出版市场规模	553	624	701	803	894	1022.7
中国出版	25.76	27.91	28.58	33.17	37.34	40.48
凤凰传媒	31.33	34.32	35.47	36.17	37.91	37.36
中文传媒	21.18	23.75	25.16	29.11	28.68	30.34
中南传媒	23.16	25.48	27.59	28.58	24.36	28.03
山东出版	17.43	18.12	18.79	22.34	25.02	26.83
南方传媒	18.74	19.54	20.18	22.28	24.51	25.84
新华文轩	15.49	16.76	17.41	20.7	24.97	26.01
时代出版	13.86	14.11	14.38	15.33	15.78	16.5
长江传媒	14.43	15.03	14.86	16	18.11	21.36
中原传媒	14.06	13.26	14.05	15.47	17.73	20.4
中信出版	3.81	5.14	7.16	9.65	12.78	16.86
城市传媒	4.91	5.57	6.66	7.47	8.42	9.08
新经典	4.3	5.21	5.97	8.31	8.19	8.77
出版传媒	4.42	4.45	4.73	7.42	9.23	10.28

资料来源：开卷，东兴证券研究所

部分图书品种具有较高的市占率。公司出版图书品类丰富，涉及文学、语言、学术、音乐、传记、法律、工具书、政治、古籍、经济与管理、美术、科技、生活、少儿、教辅教材、动漫等多个细分领域。凭借优异的图书品质，目前公司已经在国内拥有庞大的读者群体，形成较强的文化影响力。

表11：2016 年公司旗下图书品类码洋占有率

分类	实体书店		网上书店（电商）	
	码洋占有率（%）	排名	码洋占有率（%）	排名
语言	38.85	1	24.61	1
文学	10.27	1	7.15	3
教辅教材	3.65	7	4.2	2
学术文化	10.67	1	10.03	1
少儿	5.07	4	5.19	4
美术	3.77	4	3.1	7
音乐	20.95	1	23.07	2
传记	12.05	1	12.78	1
生活	1.50	10	2.32	5
经济与管理	1.12	7	1.83	3
政治	2.46	3	8.09	1
医学	1.06	9	0.95	6
法律	1.54	1	1.12	3
科普	5.38	3	2.91	8
成人绘本漫画	5.88	4	10.18	2
工具书	70.33	1	59.36	1

资料来源：开卷，东兴证券研究所

3.2 多重优势助力中国出版脱颖而出

与地方出版集团相比，公司业务侧重于一般图书。与凤凰传媒、中南传媒等地方出版集团相比，中国出版旗下出版业务侧重于一般图书，而地方出版集团出版业务中教材教辅收入占比较高。

表12：2018-2019 年各大出版上市公司出版业务收入构成（亿元）

		各大出版集团出版业务收入构成					
		中国出版	凤凰传媒	中文传媒	中南传媒	出版传媒	山东出版
2018 年	出版业务	37.34	37.91	28.68	24.37	9.23	25.02
	一般图书出版	27.97	13.62	14.07	5.10	3.76	4.75
	教材教辅出版	6.73	20.97	12.65	18.31	5.30	19.5
	其他（报刊杂志音像等）	2.64	3.32	1.96	0.96	0.17	0.77
2019 年	出版业务	40.48	37.36	30.34	28.03	10.28	26.83
	一般图书出版	30.68	13.78	15.52	6.00	4.26	4.91
	教材教辅出版	7.24	20.19	13.01	20.97	5.90	21.1
	其他（报刊杂志音像等）	2.56	3.40	1.81	1.06	0.16	0.82

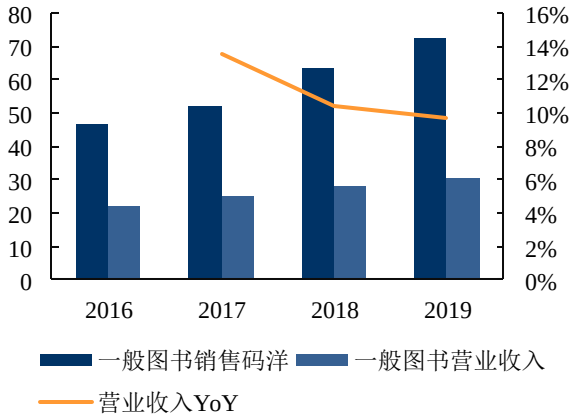
资料来源：开卷，东兴证券研究所

新经典是国内民营出版公司的代表。国内首家民营出版上市公司，主营业务包括图书策划与发行、图书分销、影视剧策划等。在图书策划方面，专注于中外经典文学、高品质少儿文学等大众图书等策划与发行，推出过《窗边的小豆豆》、《百年孤独》、《倾城之恋》、《解忧杂货店》、《平凡的世界》等颇具影响力的畅销作品。

与新经典相比，公司具备品类优势。中国出版与新经典在文学品类具有直接竞争关系，新经典优势品类在于文学及少儿图书，中国出版在文学、古籍、音乐、美术、社科、工具书等领域具有领先优势。

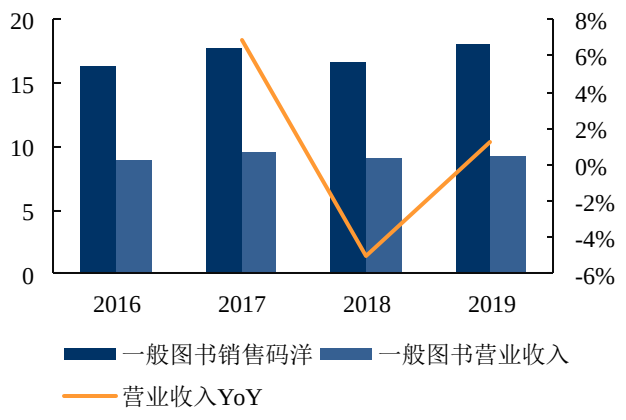
2019 年，中国出版出书 21000 余种，其中新书 7300 余种，重印率为 66.61%；截至 2019 年底，新经典拥有授权期内各类版权（大部分为图书）约 4300 种（2018 年同期为 3900 种、2017 年为 3300 种）。

图 17：2016-2019 年中国出版一般图书业务销售码洋及营业收入（亿元）及营收增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 18：2016-2019 年新经典一般图书业务销售码洋及营业收入（亿元）及营收增速

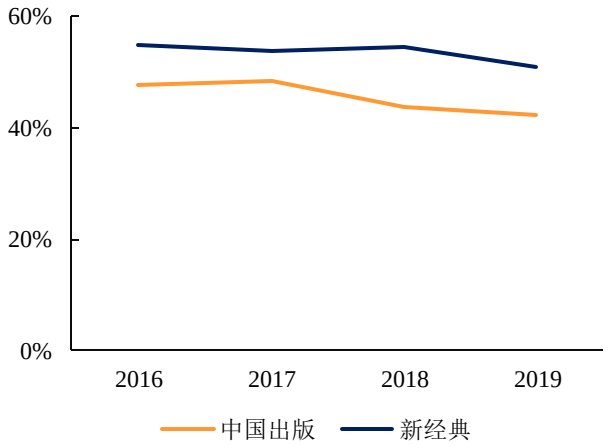


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

毛利率方面，中国出版一般图书业务与新经典较为接近。2016 年-2019 年，中国出版一般图书出版业务毛利率分别为 47.7%、48.5%、43.3%、45.1%；新经典一般图书毛利率分别为 34.3%、42.3%、45.8%、45.1%。

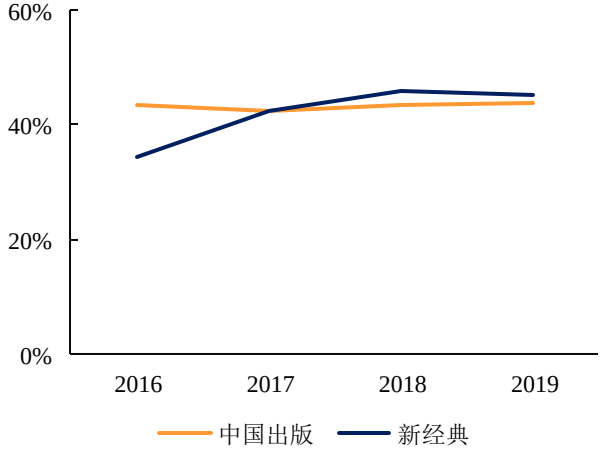
折扣率方面，中国出版一般图书略低于新经典。2016 年-2019 年，中国出版一般图书出版业务折扣率分别为 43.4%、42.6%、43.9%、42.2%，较为稳定；新经典一般图书折扣率分别为 55.0%、53.7%、54.4%、50.94%。

图 19：2016-2019 年中国出版及新经典一般图书业务折扣率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 20：2016-2018 年中国出版及新经典一般图书业务毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司与中信出版直接竞争程度不高。第一，在优势品类方面，中信出版长于经管类图书，而中国出版在文学、古籍、音乐、美术、社科、工具书等领域具有领先优势。第二，中国出版长销图书收入占比高，中信出版新书开拓能力强，营收对新书销量依赖程度高。2019 年，中国出版出书 21000 余种，其中新书 7300 余种，重印率为 66.1%；2018 年，中信出版出书 1447 种，其中新书 1310 余种，重印率为 9.5%，2019 年中信出版出版新书 1471 种。

表13：2016-2019 年中国出版及中信出版图书出版业务销售情况

中国出版				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
销售量（万册）	13299	13508	16911	16457
码洋（万元）	455182	505658	637314	727403
销售收入（万元）	215554	245005	279738	306785
单册贡献收入（元）	16.21	18.14	16.54	18.64
收入/码洋（折扣率）	47%	48%	44%	42%
毛利率	43%	43%	43%	44%
中信出版				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
销售量（万册）	2643	3105	3686	4136
码洋（万元）	138631	182509	241402	275000

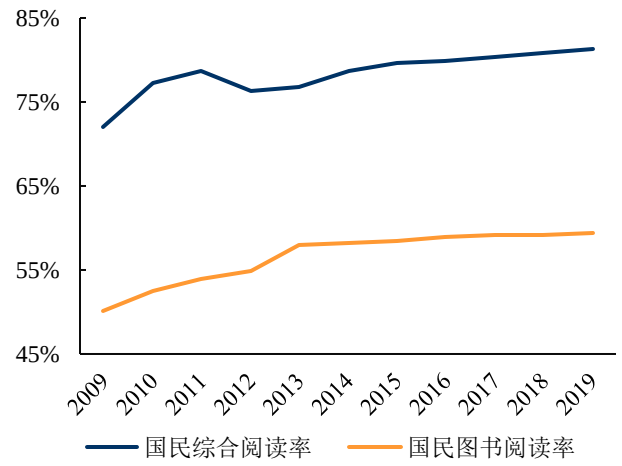
销售收入（万元）	71641	96508	127840	168616
单册贡献收入（元）	27.11	31.08	34.68	40.77
收入/码洋（折扣率）	52%	53%	53%	61%
毛利率	38%	38%	39%	38%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 享受出版行业结构性增长红利

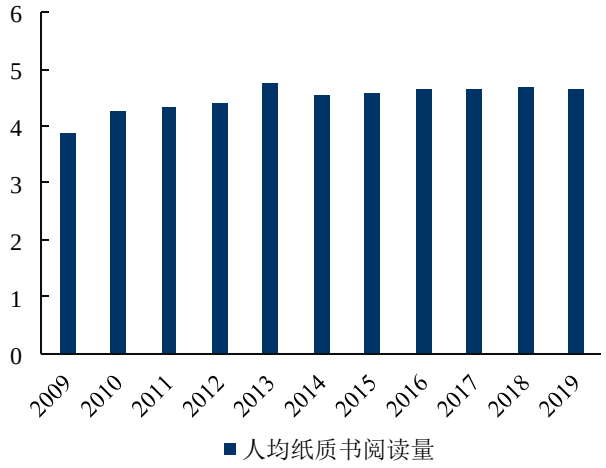
综合阅读率逐年提升，纸质图书仍是人们阅读的主要方式。据中国新闻出版研究院发布的《第十七次全国国民阅读调查报告》，2019 年我国成年居民综合阅读率为 81.1%，2019 年我国成年国民纸质图书阅读率 59.3%，两项指标自 2013 年以来一直维持正增长。2018 年国民人均阅读纸质图书 4.65 本，电子书 2.84 本，纸质图书仍是人们阅读的主要方式。

图 21： 2009-2019 年国民综合阅读率



资料来源：中国新闻出版研究院，东兴证券研究所

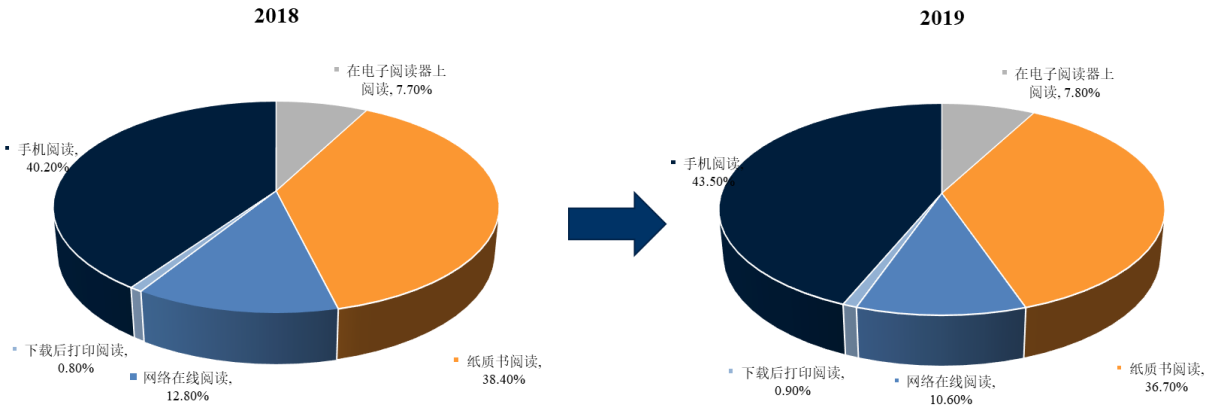
图 22：2009-2019 年国民人均纸质图书阅读情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

国民纸质书需求将长期维持稳定。一方面，数字阅读确实在蚕食纸质图书的市场份额，调查报告显示，2019 年，43.5%的国民倾向于手机阅读，较 2018 年上涨 3.3%，增速进一步放缓；36.7%的国民倾向于纸质图书阅读，较 2018 年下降 1.7%。但另一方面，国民阅读习惯格局尚在不断变动之中：2019 年，分别有 8.8%和 9.7%的国民表示“增加了纸质内容的阅读”或“增加了数字内容的阅读”，分别有 9.9%和 7.0%的国民表示“减少了纸质内容的阅读”或“减少了数字内容的阅读”。长期来看，纸质图书因其更适合深度阅读的特征和独特体验，将长期与数字化阅读方式并存，结合我国庞大的阅读群体基数，纸质图书需求依旧可观。

图 23：国民阅读形式倾向调查情况



资料来源：中国新闻出版研究院，东兴证券研究所

一般图书增长稳健，公司市占率大幅领先。统计 A 股 14 家出版集团一般图书出版业务收入（为保证统计口径一致，样本中剔除了中原传媒），测算 2014-2019 年复合平均增速达到 12.90%。可以看到：1）市场集中度相对集中，2014-2019 年 CR5 基本稳定在 64%-69%；2）中国出版一般图书市占率领先优势显著，2014-2019 年，中国出版市占率稳定在 22%-26%，全行业领先。

表14：2016-2019 年中国出版及中信出版销售情况

一般图书出版业务收入规模（亿元）	2014	2015	2016	2017	2018	2019	复合增速
中国出版	18.92	20.89	22.26	24.5	27.97	30.68	**10.15%**
凤凰传媒	10.7	13.78	14.26	14.06	13.62	13.78	**5.19%**
中文传媒	8	8.93	10.83	12.9	14.07	15.52	**14.17%**
中信出版	3.81	5.14	7.16	9.65	12.78	16.86	**34.64%**
长江传媒	7.2	7.65	7.82	8.85	10.67	11.35	**9.53%**
新经典	4.3	5.21	5.97	8.31	8.19	8.91	**15.69%**
新华文轩	2.31	2.42	2.97	5.76	7.86	8.88	**30.91%**
时代出版	6.14	5.10	5.36	6.88	7.25	7.29	**3.49%**
中南传媒	4.54	4.55	4.69	4.39	5.1	6.00	**5.74%**
山东出版	2.85	2.98	3.36	3.88	4.75	4.91	**11.49%**
出版传媒	1.52	1.49	1.85	3.48	3.76	4.26	**22.89%**
城市传媒	1.97	2.07	2.41	2.76	3.06	3.51	**12.25%**
南方传媒	1.58	1.78	2.01	2.53	3.02	3.17	**14.94%**
读者传媒	0.5	0.44	0.46	0.58	0.88	1.26	**20.30%**
合计	74.34	82.43	91.41	108.53	122.98	136.38	12.90%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：为保证统计口径一致，剔除了中原传媒。

全国中小学统一使用教育部统编《语文》教科书。2017 年，教育部统一组织新编的义务教育道德与法治、语文、历史教材，并要求 2017 年 9 月起在全国投入使用。根据三科教材统编统用、3 年实现全覆盖的要求，2017 年秋季学期，全国所有地区小学一年级和初中一年级使用统编教材，2018 年覆盖小学初中一、二年级，2019 年所有年级全部使用统编教材。

以《语文》教科书为例，在教育部统编以前，我国义务教育阶段各科教材实行“一纲多本”政策，全国小学《语文》教科书有 12 种版本，初中《语文》教科书有 8 种版本。

表15：《语文》教科书 2017 年之前多个版本在全国各省使用

图书品类	代表出版物
人教版	山东、山西、陕西、安徽、海南、新疆、广东、湖北、哈尔滨、吉林、北京、河南、河北、重庆、贵州、云南、湖南、甘肃、四川、西藏、广西、江西等
苏教版	山东、山西、陕西、安徽、海南、福建、江苏、广东、湖北、哈尔滨、贵州、云南、湖南、甘肃、广西、江西等
北师大	山东、陕西、安徽、新疆、广东、哈尔滨、深圳、北京、河南、河北、贵州、甘肃、四川、江西等
人教版	山东、山西、陕西、安徽、海南、新疆、广东、湖北、哈尔滨、吉林、北京、河南、河北、重庆、贵州、云南、湖南、甘肃、四川、西藏、广西、江西等
苏教版	山东、山西、陕西、安徽、海南、福建、江苏、广东、湖北、哈尔滨、贵州、云南、湖南、甘肃、广西、江西等

资料来源：百度百科，东兴证券研究所

新版《语文》中课外阅读重要性提升。名著导读列入单元学习课程，并纳入中考语文考试的范围，激活课外阅读市场。而课外阅读市场具有刚需、消费人群庞大等特点。

人民文学出版社受益显著。人民文学出版社拥有多款“教育部统编《语文》推荐阅读丛书”爆款图书。人民文学出版社独家出版的《长征》《红星照耀中国》均为教育部统编语文指定阅读书目，累计销量分别超过 200 万册、873 万册；“朗读者”系列图书第一、二季，累计发行破 300 万册（截至 2019 年 10 月）。

图 24：公司旗下畅销书

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

据《中国学生阅读行为综合分析 2019》，中国出版旗下 2 本图书进入当当网《小学生纸质书畅销榜 TOP10》，4 本图书进入当当网《初中生纸质书畅销榜 TOP10》。

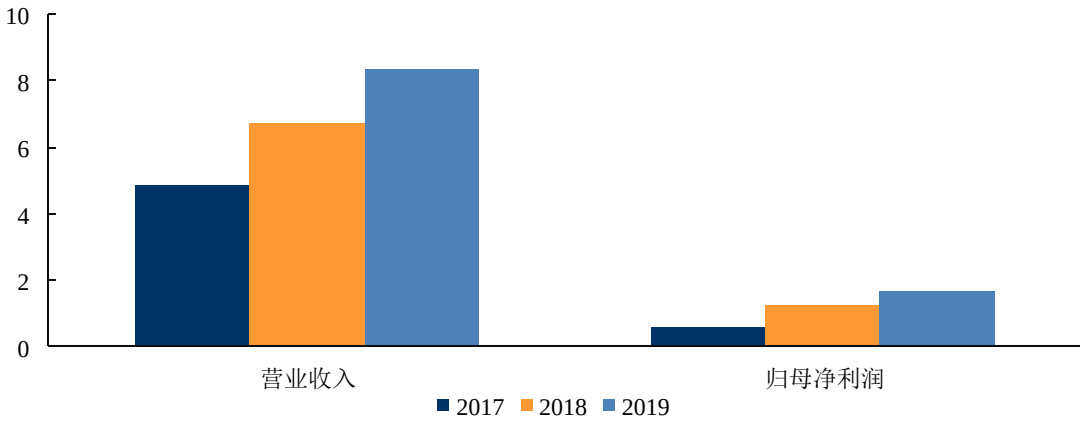
表16：2018 年小学生和初中生纸质书畅销榜 TOP10

2018 年小学生纸质书畅销榜 TOP10	出版社	2018 年初中生纸质书畅销榜 TOP10	出版社
新华字典（第 11 版）	**商务印书馆**	**红星照耀中国（青少版）**	**人民文学出版社**
亲近母语 日有所诵	广西师范大学出版社	**现代汉语词典（第 7 版）**	**商务印书馆**
稻草人	公版书	傅雷家书（新课标）	公版书
笠翁对韵	**中华书局/中国文史出版社/北京教育出版社**	假如给我三天光明（新课标）	公版书
小学思维训练：思维导图	北京师范大学出版社	**古汉语常用字字典（第五版）**	**商务印书馆**
唐诗三百首	公版书	海底两万里（新课标）	公版书
小学生作文 看图写话就三步	人民邮电出版社	星星离我们有多远	公版书
小学奥数举一反三	陕西人民教育出版社	世说新语（修订版）	北京教育出版社
四大名著全套 锁线精装	郑州大学出版社	朱自清散文集	公版书
数学原来可以这样学	湖南人民出版社	**长征（修订版）**	**人民文学出版社**

资料来源：易观&当当网，东兴证券研究所

受益于课外阅读读物市场需求增加，人民文学出版社收入和业绩大幅增长。2019 年，人民文学出版社实现收 8.34 亿元，同比增长 23.92%，归母净利润 1.64 亿元，同比增长 33.33%。

图 25：2017-2019 年人民文学出版社收入及归母净利润（亿元）



资料来源：人民文学出版社，东兴证券研究所

4. 政策支持打造新型主流媒体集团

政策支持头部出版公司进一步做大做强。《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》要求，“十三五”期间，国家引导推进包括中国出版集团、中国教育出版集团、中国科技出版传媒集团等中央出版企业和有实力的地方出版传媒公司上市；大力推动出版、发行集团以资本为纽带，跨地区、跨行业、跨所有制、跨国兼并重组，培育若干家国际知名世界一流的大型跨国出版传媒集团。

表17：《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》中出版行业相关的建设工程

领域	建设工程	主要内容
出版	社会主义核心价值观出版传播平台工程	资助出版一批培育和践行社会主义核心价值观的优秀学术出版物、一批优秀通俗读物、一批优秀青少年文学读物；
	马克思主义思想理论研究和建设出版传播工程	支持出版一批马克思主义思想理论研究和建设工程的最新成果；
	主题出版工程	组织实施好聚焦党的十九大、中国共产党成立 95 周年、改革开放 40 周年、中华人民共和国成立 70 周年、中国人民解放军成立 90 周年等国家重大主题出版工程；
	中华精品出版工程	重大精品出版工程、中国文艺原创精品出版工程、网络文学精品出版工程、中华民族音乐传承出版工程、有声读物精品出版工程、中华典籍整理出版工程
	新闻出版海外发展扶持工程	重点扶持一批外向型骨干企业，鼓励多种所有制出版企业以资本为纽带，通过合资、合作、参股、控股等方式，到境外建社建站、办报办刊、开厂开店，扩大境外投资，输出重点产品。
	新闻出版业关键技术研发与应用工程	研发应用虚拟现实（VR）、增强现实（AR）关键技术；研发应用人工智能技术；
	国家级骨干出版传媒企业培育工程	推动以党报党刊所属非时政类报刊和实力雄厚的行业报刊出版单位为龙头，打造一批新型主流媒体集团； 加快推进中国出版集团、中国教育出版集团、中国科技出版传媒集团等中央出版企业和有实力的地方出版传媒公司上市； 大力推动出版、发行集团以资本为纽带，跨地区、跨行业、跨所有制、跨国兼并重组，培育若干家国际知名世界一流的大型跨国出版传媒集团。

资料来源：《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》，东兴证券研究所

出版企业需要承担文化输出重任。近年来，如何讲好中国故事，让更多海外读者认识、了解中国一直是出版界的重大课题。国家新闻出版广电总局大力推动出版物走出去，在精品图书申报、人员表彰等方面，对在“走出去”方面卓有成效的项目和个人给予大力扶持。

出版物“走出去”的重点图书品类包括：习近平新时代中国特色社会主义思想图书、深入宣介党的十九大精神图书、抓好纪念改革开放 40 周年图书翻译出版、主题类图书、文化类图书、文艺类图书、哲学社会科学类图书、科技类图书、少儿类图书、汉语教材等图书。

表18：2016 年以来国家新闻出版广电总局发布关于出版行业的政策汇总

时间	发布机构	文件名称	具体内容
2016-06-02	国家新闻出版广电总局	《对外专项出版领域积极探索实行特殊管理股制度》	1）民营文化企业可自愿选择与具有主管主办资质、外文出版能力的国有出版单位合作，共同投资设立一家有限责任公司从事对外专项出版业务，出版面向境外市场销售的外语类图书、音像制品、电子出版物等； 2）民营资本可绝对控股，国有出版单位作为特殊管理股股东，在选题策划等内容设置和把握上具有特殊权利，在其他方面则基本等同于普通股东；
2016-06-22	教育部、国家新闻出版广电总局等	《关于 2016 年规范教育收费治理教育乱收费工作的实施意见》	继续深化中小学教辅材料散滥问题治理，严格落实《中小学教辅材料管理办法》，不断完善教辅材料评议公告工作机制。坚决查处违背自愿原则以及在评议公告范围之外强制订购教辅材料的行为；
2017-05-18	国家新闻出版广电总局	《关于深化新闻出版业数字化转型升级工作的通知》	推动新闻出版企业加快完成数字化转型升级；
2018-01-22	国家新闻出版广电总局	《大力推动出版物走出去》	“走出去三大工程”申报重点共 10 类，包括：深入宣介习近平新时代中国特色社会主义思想图书、深入宣介党的十九大精神图书、抓好纪念改革开放 40 周年图书翻译出版、主题类图书、文化类图书、文艺类图书、哲学社会科学类图书、科技类图书、少儿类图书、汉语教材。
2018-06-05	财政部、税务总局	《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》	自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日，对大部分出版物在出版环节执行增值税 100%先征后退的政策，部分出版物在出版环节执行增值税先征后退 50%的政策；免征图书批发、零售环节增值税。
2018-09-05	财政部、税务总局	《关于提高机电、文化等产品出口退税率的通知》	自 2018 年 9 月 15 日起，书籍、报纸等产品出口退税率提高至 16%

资料来源：国家新闻出版广电总局，财政部，东兴证券研究所

中国出版承担文化输出使命，海外市场开拓能力逐年增强。2019 年，公司在有力推进中国出版走出去的主要成绩为：1）圆满完成党中央交办的重大任务，“中华人物故事汇”推出第一辑并输出多语种版权，输出《习近平讲故事》《平语近人》多语种版权。2）出版的 100 余种图书在第二届“一带一路”高峰论坛集中展示，推出《“一带一路”年度报告：企业践行》(2019)、《全球商业共同体：中国企业共建“一带一路”的战略与行动》、《“一带一路”建设进展第三方评估报告》(2013-2018)、《共建绿色丝绸之路》等特色主题图书，“一带一路”合作不断深化。3）顺利推进中国名家名作推广计划、外国人写作中国计划，启动中国百科进俄罗斯，中印互译出版 8 种图书。4）公司全年输出版权 979 种，中版集团全年输出版权 1136 种，输出版权继续保持全国领先。

表19：国内图书版权输出数量和公司版权输出数量

	全国版权输出数量	公司版权输出数量	占比
2018 年	10873	1058	9.73%

资料来源：国家统计年鉴，公司公告，东兴证券研究所

持续股权投资，增强主营业务盈利能力。作为央企，公司借助母公司拨付的低利率国有资本经营预算以及公司上市募集资金，持续对外股权投资，投资募投项目及收购相关出版资产，从而提高公司中长期盈利能力。

图 26：公司对外股权投资方式

资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

公司通过股权投资扩展新业务。公司通过增资子公司，由子公司再增资至具体实施单位，用于投资募投项目以及收购资产。2017/2018/2019 年，公司对外股权投资金额分别为 1.77/4.10/2.76 亿元，投资的在线教育、新媒体运营、大数据等新业务领域项目不断增加。

表20：2017 年-2019 年公司在线业务相关股权投资项目

2017 年		
对外投资项目内容	投资方式	投资金额（万元）
诗词云科技文化（北京）有限公司	增资	22
北京又成教育科技有限公司	增资	10
人美新媒体科技（北京）有限公司	新设成立	200
中版漫文化科技（常州）有限公司	新设成立	100

2018 年		
对外投资项目内容	投资方式	投资金额（万元）
古联（北京）数字传媒科技有限公司	增资	5144
上海澜盾信息科技有限公司	增资	10
中版互动科技（天津）有限公司	增资	9
北京又成教育科技有限公司	增资	45
中版云教育科技（北京）有限公司	新设成立	179
中版国教教育科技（北京）有限公司	新设成立	30
中版漫文化科技（常州）有限公司	增资	140

2019 年		
对外投资项目内容	投资方式	投资金额（万元）

人美新媒体科技（北京）有限公司	增资	725
北京法宣在线科技有限公司	本年收购	10710
北京人人律智能大数据科技有限公司	本年收购	25
北京中版超级立体信息科技有限公司	新设成立	8
中版集团数字传媒有限公司	增资	4000
泰安百科传媒有限公司	新设成立	40

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

核心假设：

（1）2020 年，公司出版发行业务受疫情影响，导致公司营收增速下滑；

（2）2021 年，正值中国共产党建党 100 周年，公司主题出版图书实现较高增长；

（3）2020-2022 年，公司持续投资布局新兴出版，旗下数字出版业务保持较快增长。

表 21：2017-2022E 公司主营业务收入预测

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	46.97	53.31	63.15	65.42	76.26	86.70
yoy	12.99%	13.50%	18.45%	3.61%	16.57%	13.69%
出版业务	33.17	37.34	40.48	42.25	49.28	55.71
yoy	16.02%	12.57%	8.41%	4.38%	16.64%	13.03%
发行业务	4.28	4.34	7.30	7.73	8.84	10.14
yoy	-9.89%	1.40%	68.19%	5.96%	14.28%	14.75%
物资供应业务	4.79	6.41	9.09	10.00	12.50	15.00
yoy	29.81%	33.82%	41.83%	10%	25%	20%
印刷业务	1.99	2.06	2.03	2.14	2.24	2.35
yoy	-17.43%	3.52%	-1.28%	5%	5%	5%
其他主营业务	0.83	1.13	2.48	1.30	1.40	1.50

资料来源：公告，东兴证券研究所

根据以上假设，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 7.10 亿元、10.00 亿元、12.55 亿元，同比增长 4.4%、36.2%、25.7%。

表 22：2017-2022E 公司营收及净利润预测

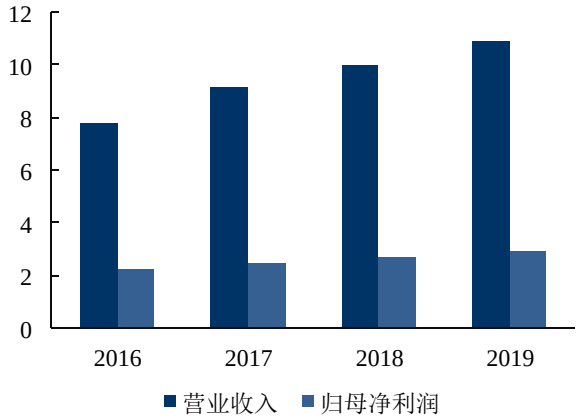
单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	46.97	53.31	63.15	65.42	76.26	86.70
增长率（%）	12.99%	13.50%	18.45%	3.61%	16.57%	13.69%
归母净利润	5.31	6.02	7.03	7.34	10.00	12.55
增长率（%）	-8.61%	13.31%	16.84%	4.38%	36.27%	25.56%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

5.2 估值

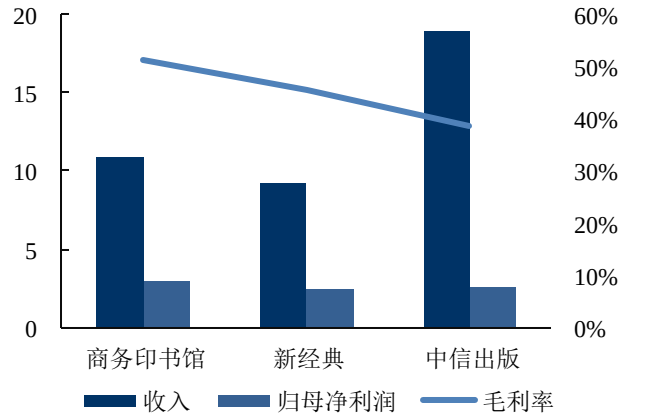
商务印书馆是中国出版体内的稀缺优质资产之一。商务印书馆成立于 1897 年，是中国历史最悠久的现代出版机构。商务印书馆为开启民智、昌明教育、普及知识、传播文化、扶助学术做出了重要的贡献。2016-2019 年商务印书馆收入及归母净利润保持稳定增长。与新经典、中信出版相比，商务印书馆毛利率高、净利润高。在出版工具书领域，商务印书馆具有垄断优势，其市场占率高达 70%，重点产品有《新华字典》《现代汉语词典》《牛津高阶英汉双语词典》等。权威机构评定商务印书馆品牌价值居全国出版社之首。

图 23：2016-2019 年商务印书馆收入及归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 24：商务印书馆与新经典/中信出版收入及毛利率对比

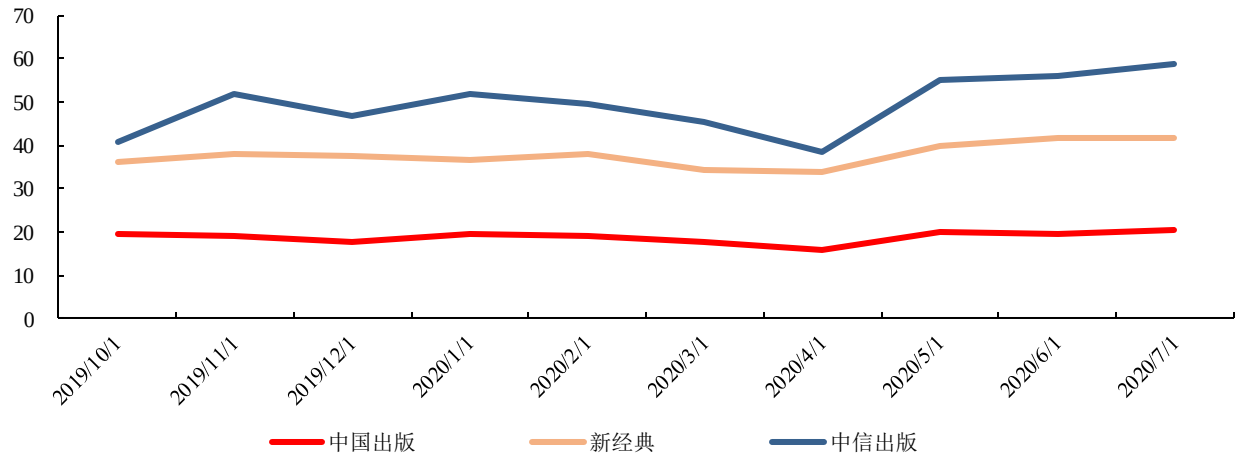


资料来源：公司公告，东兴证券研究所。注：收入及净利润来自 2019 年三家公司财报，商务印书馆毛利率为 2014-2016 年平均值

中国出版估值显著低估。2019 年 10 月-2020 年 7 月，新经典平均动态 PE_TTM 为 38X，中信出版平均动态 PE_TTM 为 50X，而中国出版平均动态 PE_TTM 为 19X。我们预计 2020-2022 年中国出版归母净利润分别为 7.34 亿元、10.00 亿元、12.55 亿元，同比增长 4.4%、36.2%、25.7%，对应 PE 估值为 14X、10X、8X。可以看到，从行业格局、盈利规模、成长潜力看，目前中国出版估值显著低估。

我们认为，参考新经典与中信出版 2020 年 PE 估值，给予中国出版 30X PE，2020 年公司预计实现归母净利润 7.1 亿元，对应市值 213 亿元，维持“强烈推荐”评级。

图 25： 2019 年 10 月-2020 年 7 月中国出版与新经典/中信出版动态市盈率比较（PE_TTM）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

6. 风险提示

政府补助与税收优惠政策变化导致业绩下滑；数字出版对纸质图书出版冲击；市场竞争加剧导致出版主营收入下滑。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	9026	10025	11408	13041	14833
货币资金	4561	5090	6581	7046	7705
应收账款	666	830	860	982	1116
其他应收款	57	55	57	67	76
预付款项	347	180	208	233	265
存货	2789	3077	3520	4097	4636
其他流动资产	602	69	160	594	1011
非流动资产合计	2699	3188	2950	2958	2959
长期股权投资	6	7	7	7	7
固定资产	1091	1094	1092	1084	1069
无形资产	698	707	715	722	729
其他非流动资产	0	259	0	0	0
资产总计	11725	13213	14358	15999	17792
流动负债合计	3096	3698	4006	4591	5173
短期借款	30	0	0	0	0
应付账款	1698	1968	2113	2460	2783
预收款项	525	691	822	974	1148
一年内到期的非流	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1533	1799	2059	2324	2539
长期借款	224	508	758	1008	1208
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	4628	5497	6065	6914	7712
少数股东权益	958	1065	1101	1151	1214
实收资本（或股本）	1823	1823	1823	1823	1823
资本公积	1169	1169	1169	1169	1169
未分配利润	3158	3657	4097	4697	5450
归属母公司股东权	6139	6651	7193	7933	8866
负债和所有者权益	11725	13213	14358	15999	17792

现金流量表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	633	794	306	275	558
净利润	619	742	770	1050	1318
折旧摊销	783.43	792.67	91.08	98.28	105.48
财务费用	-11	-137	-140	-156	-160
应收账款减少	0	0	-31	-122	-134
预收帐款增加	0	0	131	153	173
投资活动现金流	-3786	-861	977	34	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	-8	0	0
投资收益	115	27	30	30	30
筹资活动现金流	-147	84	208	156	47
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	250	250	200
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
现金净增加额	-3300	17	1491	465	659

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5331	6315	6542	7626	8670
营业成本	3559	4264	4491	5228	5914
营业税金及附加	34	38	46	53	61
营业费用	450	498	500	517	540
管理费用	793	793	835	874	902
财务费用	-11	-137	-140	-156	-160
研发费用	34	46	55	66	79
资产减值损失	115.35	-200.76	-150.00	-160.00	-180.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	114.70	27.47	30.00	30.00	30.00
加：其他收益	188.33	185.16	170.00	180.00	190.00
营业利润	660	795	805	1094	1374
营业外收入	12.83	11.81	20.00	20.00	20.00
营业外支出	20.15	14.80	19.00	15.00	21.00
利润总额	653	792	806	1099	1373
所得税	34	51	36	49	55
净利润	619	742	770	1050	1318
少数股东损益	17	39	37	50	63
归属母公司净利润	601	703	734	1000	1255

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	13.52%	18.44%	3.61%	16.57%	13.69%
营业利润增长	16.74%	20.50%	1.26%	35.82%	25.57%
归属于母公司净利	13.35%	16.84%	4.38%	36.27%	25.56%
获利能力					
毛利率(%)	33.25%	32.47%	31.35%	31.45%	31.79%
净利率(%)	11.60%	11.75%	11.77%	13.76%	15.20%
总资产净利润（%）	6.86%	5.13%	5.32%	5.11%	6.25%
ROE(%)	9.80%	10.57%	10.20%	12.60%	14.16%
偿债能力					
资产负债率(%)	39%	42%	42%	43%	43%
流动比率	2.92	2.71	2.85	2.84	2.87
速动比率	2.01	1.88	1.97	1.95	1.97
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.51	0.47	0.50	0.51
应收账款周转率	8	8	8	8	8
应付账款周转率	3.27	3.44	3.21	3.34	3.31
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	0.33	0.39	0.40	0.55	0.69
每股净现金流(最	-1.81	0.01	0.82	0.26	0.36
每股净资产(最新	3.37	3.65	3.95	4.35	4.86
估值比率					
P/E	16.88	14.45	13.84	10.16	8.09
P/B	1.65	1.53	1.41	1.28	1.15
EV/EBITDA	4.08	3.84	5.42	3.81	2.68

资料来源：公司财报、东兴证券

7. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9- 网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3：中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26
公司深度报告	光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
公司深度报告	吉比特（603444）：研发底蕴深厚，长线运营守正出奇	2019-08-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。4 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年第一届新浪金麒麟新锐分析师传媒行业第四名。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。